

Новые риски

«Газпром» в шаге
от остановки поставок в ЕС

Добыча нефти в России
начала снижаться впервые
с апреля

Эмбарго ЕС *не повлияло*
на экспорт угля, но худшее
впереди



Ключевые выводы

Нефтяной рынок:

- добыча российской нефти в августе начала снижаться на фоне сокращения переработки
- экспорт нефти немного вырос, при этом его рентабельность растет за счет продолжающегося сокращения дисконтов
- объем добычи и переработки нефти, вероятно, продолжит снижаться в сентябре

Газовый рынок

- поставки российского трубопроводного газа в ЕС в сентябре упадут до исторического минимума в 2 млрд кубометров
- выручка «Газпрома» от экспорта газа во втором полугодии начала сокращаться, так как падение объемов поставок уже не компенсируется полностью ростом цены
- экспорт угля в августе почти не снизился, несмотря на эмбарго ЕС в случае прекращения поставок в ЕС «Газпром» будет терять \$5 млрд в месяц

Угольный рынок

- на Китай, Индию и Турцию в августе пришлось свыше 85% экспорта
- экспорт через порты западной части России в сентябре был нерентабельным из-за дорогой логистики, это может привести к снижению объемов

Россия и нефть: пик достигнут

Что произошло. Добыча нефти в России в августе сократилась на 1,4% по сравнению с июлем и составила около 10,6 млн баррелей в сутки. Таким образом, тренд непрерывного роста добычи, наблюдавшийся с апреля и позволивший в июле добиться почти полного восстановления производства на уровне февраля, в августе прервался. В июльском отчете ЦРЭ мы ожидали, что в августе добыча останется стабильной, тогда как снижение начнется в сентябре за счет сокращения переработки. Однако эта тенденция проявила себя раньше.

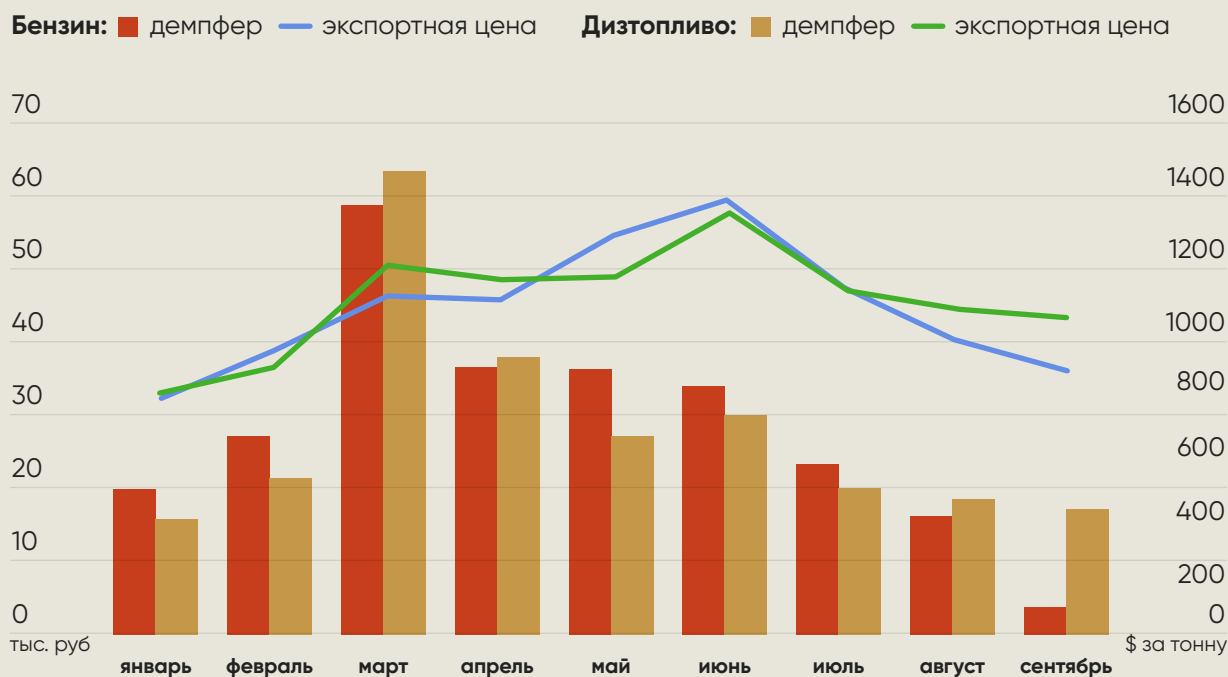


Переработка. Снижение добычи было вызвано исключительно сокращением переработки нефти, которого до этого на протяжении летних месяцев была основным драйвером роста производства. Объем первичной переработки в августе сократился на 1,8% до 5,6 млн баррелей в сутки. При этом в наибольшей степени производство сократили НПЗ ЛУКОЙЛа и «Газпром нефти», тогда как «Роснефть», будучи крупнейшим переработчиком, выпуск в августе не снижала. Вероятно, это объясняется ухудшением экономики выпуска бензина за счет сокращения демпферных выплат, в то время как экономика выпуска дизтоплива и даже мазута (на экспорт) пострадала не так сильно. При этом нужно отметить, что снижение мировых цен на нефть в августе более негативно сказалось на рентабельности переработки, чем экспорта.

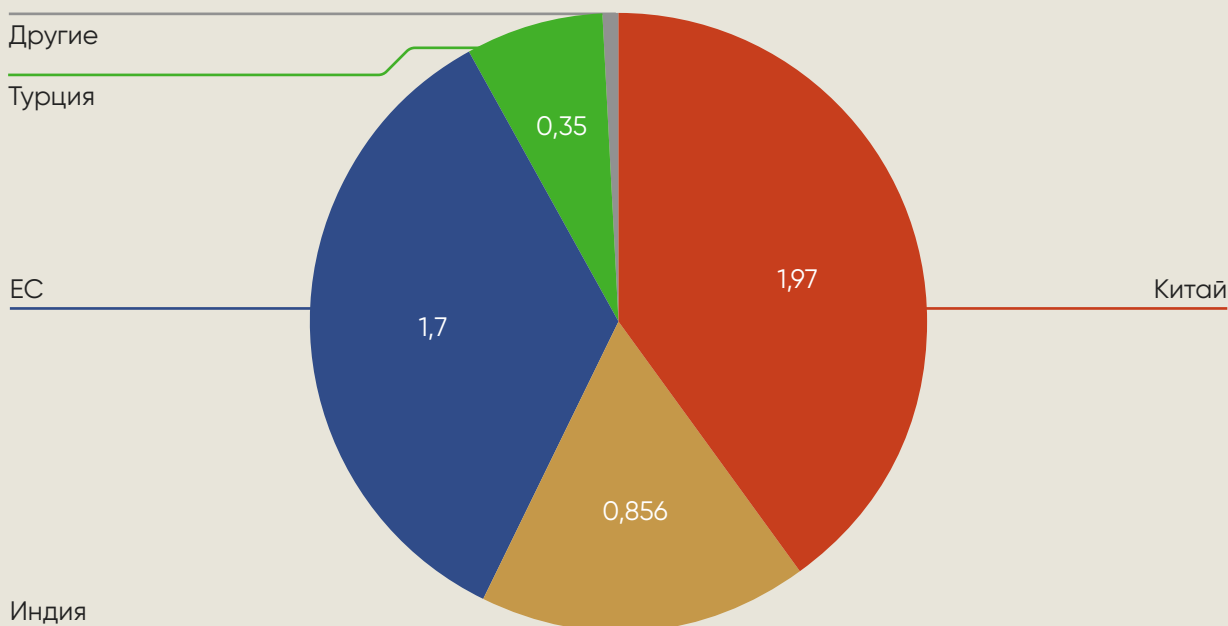
Экспорт. Экспорт нефти вырос на 1,7% к июлю, составив 4,93 млн баррелей в сутки. Наибольшая положительная динамика наблюдалась у «Сургутнефтегаза». В отличие от июля, когда европейские компании проявили неожиданно большой интерес к российской нефти,

в августе на первое место среди импортеров вернулся Китай. Также выросли поставки в Индию и Турцию, тогда как экспорт в страны ЕС сократился примерно на 11%.

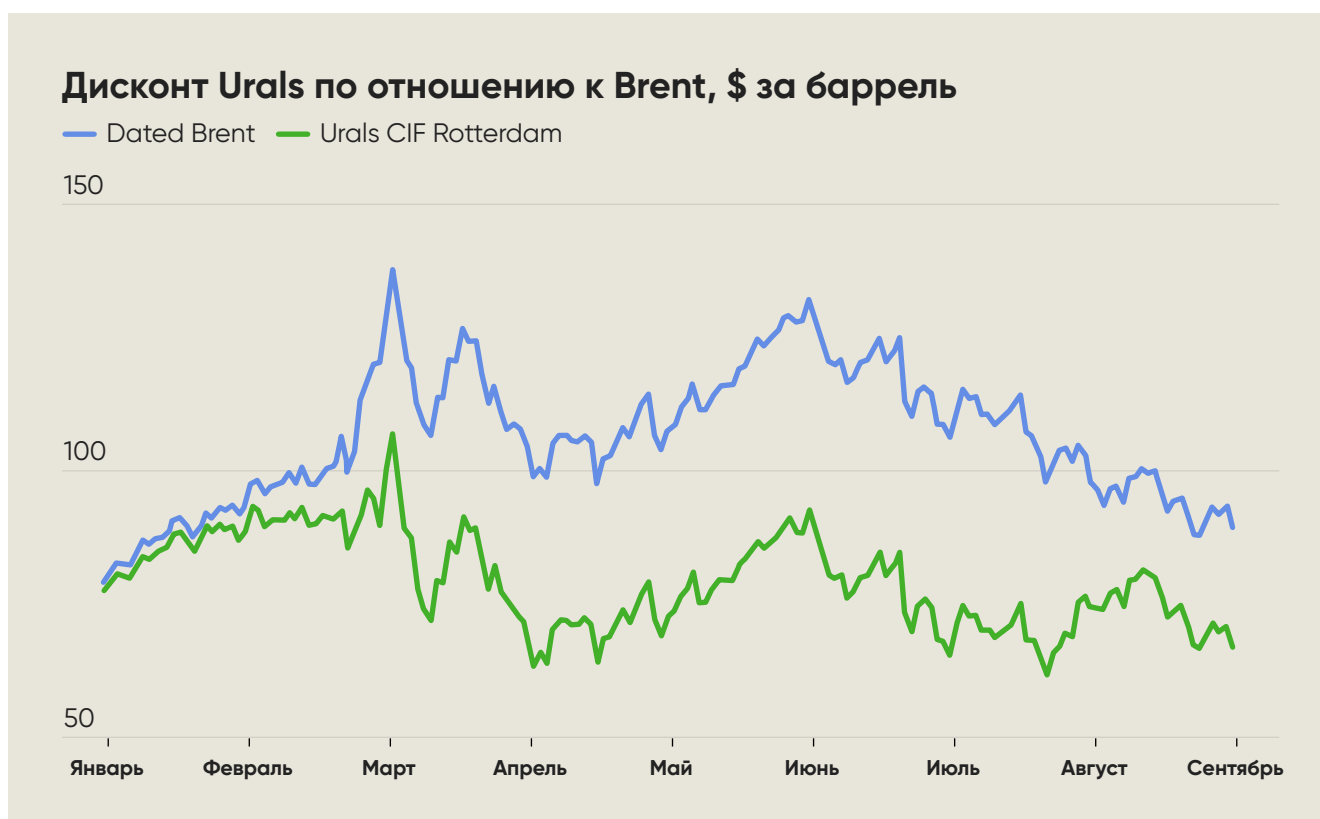
Динамика компенсаций НПЗ по демпферу



Структура экспорта российской нефти в августе, млн баррелей/сутки



Важно отметить, что дисконт Urals относительно Brent продолжает сокращаться – в августе он опустился в среднем до \$22 за баррель. Это свидетельствует о том, что, несмотря на некоторое увеличение экспорта и вопреки общему тренду мировых цен на нефть, российские грузы пользуются повышенным спросом. Так, министр энергетики Индонезии Арифин Тасриф заявил 16 сентября, что компании страны хотели бы закупить российские партии, но их просто нет на рынке. По нашему мнению, российские нефтекомпании продолжают рационально подходить к загрузке добычных мощностей, сосредоточившись, в первую очередь, на сокращении дисконта, а не на росте объемов поставок.



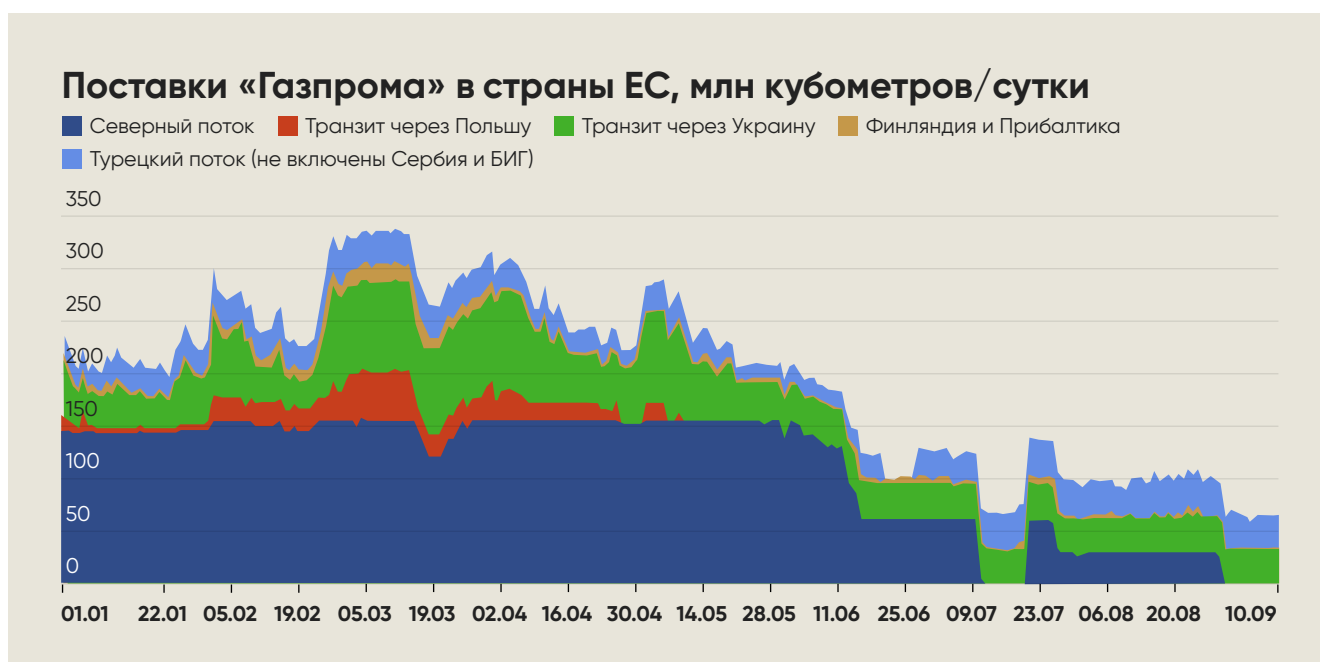
Прогноз. Мы сохраняем наш июльский прогноз по объему добычи нефти в России по итогам года в размере около 520 млн тонн. Единственным существенным риском для этого прогноза в краткосрочной перспективе является резкое снижение цен на нефть. Но, на наш взгляд, определенное снижение цен на нефть в августе, сентябре вызвано в основном ужесточением политики мировых центробанков, а не факторами спроса и предложения на физическом рынке. Соответственно, мы не ожидаем значимого снижения цен до конца года.

«Газпром» и Европа: на грани разрыва

Что произошло. Прекращение работы газопровода «Северный поток» в начале сентября и не снижающийся градус геополитического противостояния заставляет нас по-новому оценить риски и последствия потенциальной полной остановки поставок российского газа в ЕС. Так, 9 сентября на саммите министров энергетики ЕС рассматривался вопрос о введении потолка цены на российский трубопроводный газ. Если бы эта идея была одобрена, то «Газпром» вынужден был бы остановить поставки газа, поскольку, согласно указу президента РФ от 31 марта, ФТС России при неполной оплате поставок газа в недружественные страны должна обеспечить их прекращение.

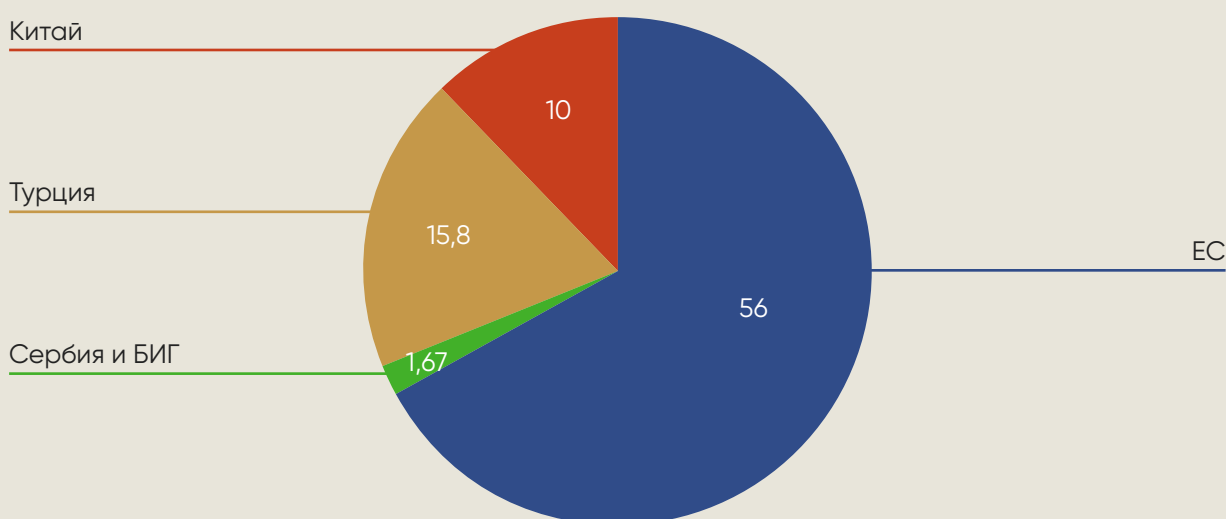
Почему это важно. Несмотря на резкое снижение объема экспорта в Европу, этот рынок остается важнейшим для «Газпрома» с точки зрения экспортной выручки, и в обозримом будущем его невозможно заменить. Страны ЕС, со своей стороны, также не имеют в обозримой перспективе возможности компенсировать даже те небольшие поставки российского газа, которые еще продолжают. Таким образом, экономическая логика подталкивает стороны к сохранению взаимоотношений.

Однако логика продолжающегося геополитического конфликта диктует европейской стороне иное понимание рисков и выгод, поскольку сейчас российский газ обеспечивает около 6% общего потребления в ЕС против более 30% в 2021 году. Некоторые еврочиновники, в том числе еврокомиссар по энергетике Кадри Симсон, похоже, полагают, что решение о запрете поставок российского трубопроводного газа будет оправдано, если в результате Россия понесет больший ущерб, чем Европа.

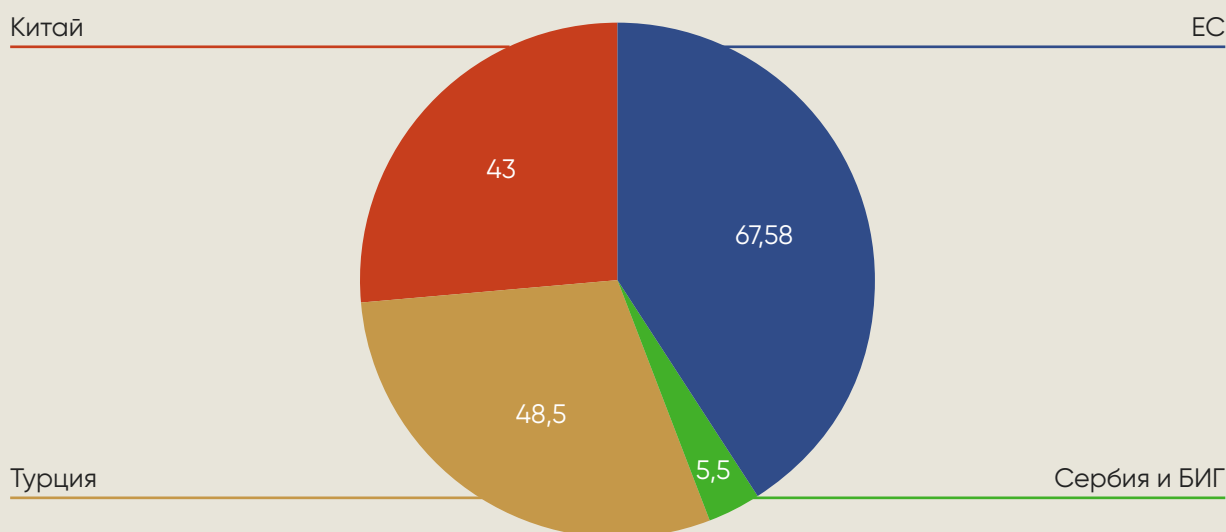


С учетом динамики других рынков, и прежде всего растущих поставок в Китай, мы на данный момент оцениваем потенциальный объем экспорта «Газпрома» в дальнее зарубежье по итогам года в диапазоне 103–105 млрд кубометров. Определенные риски для данного прогноза связаны с продолжающимся сокращением потребления газа в Турции, что вызвано подорожанием газа по нефтепродуктовой формуле, а также ослаблением лиры к доллару. Тем не менее, пока мы не ожидаем, что экспорт окажется менее 100 млрд кубометров. Стоит отметить, что уже в сентябре суточные объемы экспорта «Газпрома» в страны ЕС и Сербию (с учетом Боснии и Герцеговины) были меньше, чем совокупный экспорт в Китай и Турцию

Экспорт газа «Газпрома» в январе–августе, млрд кубометров

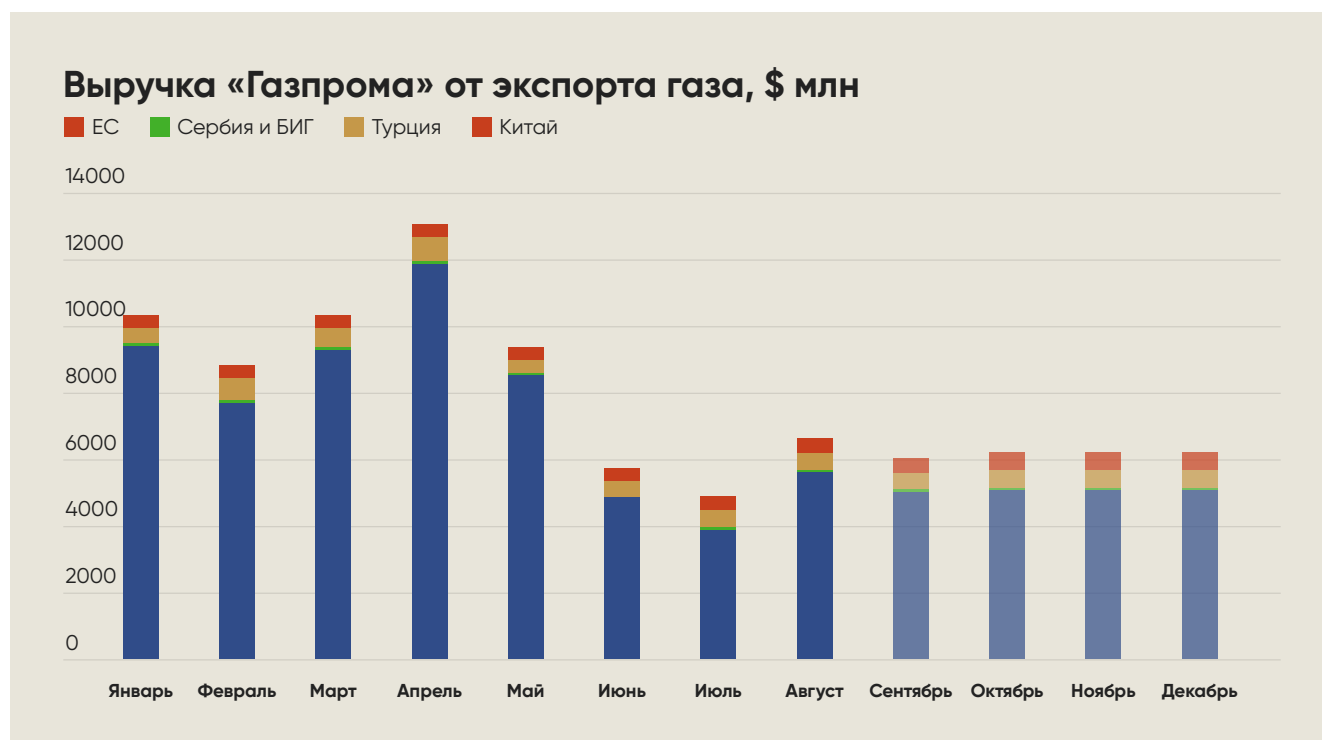


Экспорт «Газпрома» в сентябре, млн кубометров в сутки



Позиции «Газпрома» на рынке: выручка. Хотя объемы поставок газа в Европу резко сократились, европейский рынок по-прежнему является основным источником выручки для «Газпрома». По оценке ЦРЭ, в январе–сентябре выручка компании от экспорта газа в дальнее зарубежье может составить \$75,5 млрд, из которых примерно \$66 млрд (88%) обеспечила продажа газа в ЕС. Даже в сентябре, когда поставки «Газпрома» в ЕС резко сократились, на них приходилось около 83% от общей выручки от экспорта газа в \$6 млрд. Такое положение вещей объясняется тем, что контракты на поставку в ЕС привязаны к котировкам спотового рынка, резко взлетевшим с конца прошлого года, тогда как контракты на поставку в Китай и Турцию имеют нефтепродуктовую привязку с лагом в девять месяцев. В результате, если в сентябре европейские клиенты «Газпрома» платили в два раза более высокую цену на газ, чем в январе, то для китайских потребителей цена в третьем квартале по сравнению с первым выросла лишь примерно на 27%.

По нашим оценкам, если объемы экспорта газа в ЕС сохранятся в октябре–декабре на уровне 2 млрд кубометров в месяц, выручка «Газпрома» от экспорта газа по итогам года составит около \$94 млрд, или около 6,7 трлн руб., что примерно на 26% выше результате прошлого года. Оценка сделана исходя из ожидания средней цены газа в Европе в четвертом квартале на уровне \$2550 за тыс. кубометров. Вместе с тем, важно отметить, что во втором полугодии, несмотря на рекордные цены на газ, выручка (2,25 трлн руб.) может оказаться в полтора раза меньше, чем год назад, из-за сокращения объемов экспорта. Также нужно отметить, что на выручку «Газпрома» в рублевом выражении серьезно негативно влияет резкое укрепление рубля как к доллару, так и в особенности к евро.



Мы предполагаем, что запланированная выплата 1,2 трлн дополнительного НДПИ в этом году, а также 1,2 трлн промежуточных дивидендов приведет к тому, что по итогам года прибыль «Газпрома» (после выплаты дивидендов) может оказаться незначительной – в районе 150–200 млрд руб. Можно констатировать, что возможности государства по изъятию сверхприбыли «Газпрома» в 2022 году полностью исчерпаны, а в 2023 году – ограничены.

Поставки в ЕС: пессимистический сценарий. До сих пор мы исходили из предпосылки, согласно которой поставки «Газпрома» в ЕС продолжатся на текущем уровне. Если же предположить, что власти ЕС одобряют потолок цен для российского трубопроводного газа, то в этом случае «Газпром» потеряет большую часть экспортной выручки и при этом не сможет получить выгоду от роста цен на газ в Европе. По нашей оценке, если бы поставки в ЕС прекратились в октябре, то «Газпром» бы терял примерно \$5 млрд выручки ежемесячно до конца года.

При прочих равных условиях потеря европейского рынка привела бы к снижению выручки «Газпрома» в 2023 году до \$15,5 млрд, то есть примерно в 6 раз относительно уровня 2022 года. Эта оценка учитывает рост поставок в Китай по «Силе Сибири» в 2023 году до 25 млрд кубометров. Очевидно, что при реализации подобного сценария курс рубля к доллару бы ослабел. Однако даже при курсе в 80 руб. за доллар выручка «Газпрома» могла бы составить лишь 1,2 трлн руб., что почти вдвое меньше, чем в пандемийном 2020 году (2,27 трлн руб.)

Уголь: ситуация пока стабильная

Что произошло. В середине августа вступило в силу эмбарго ЕС на российский уголь, что привело к окончательной потере этого некогда крупнейшего экспортного рынка. Тем не менее, пока, по оценкам ЦРЭ, российские угольщики успешно справляются с последствиями эмбарго. В августе экспорт российского угля снизился незначительно (примерно на 1%), составив около 16,5 млн тонн. Объем, прежде поступавший в ЕС, был распределен между Китаем, Индией и Турцией. На эти три страны сейчас приходится более 85% экспорта российского угля.



Прогноз. Хотя экспорт в августе почти не пострадал, на наш взгляд, в сентябре последствия эмбарго проявят себя сильнее. Санкции ЕС не только не позволяют европейским компаниям закупать российский уголь, но и запрещают им заниматься страховкой и перестрахованием грузов угля из России, даже если они экспортируются в третьи страны. Из-за этого российские угольщики чрезвычайно ограничены в использовании балкерного флота, так как подавляющая часть рынка морского страхования занята компаниями из ЕС и США. Это болезненно еще и потому, что возможности экспорта угля через погранпереходы в Китай и порты Дальнего Востока уже используются полностью, а экспорт из портов Балтики становится нерентабельным из-за выросших ставок фрахта и транспортного плеча.

В сентябре экспорт из портов Балтики и Тамани на Черном море был для российских угольщиков нерентабельным. Тем не менее, компании пока поддерживают отгрузки, поскольку рассчитывают достичь соглашений с китайскими и индийскими страховыми компаниями и тем самым снизить стоимость фрахта. Однако без роста мировых цен на уголь и сокращения дисконта между стоимостью российского угля и других бенчмарков экономика экспорта из портов западной части РФ рискует остаться отрицательной и в октябре.

По нашей оценке, экспорт угля в сентябре может упасть в пределах 10% относительно показателей августа.

